

2023 年 01 月 30 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

鹏辉能源 (300438)

业绩持续高增长，储能产能释放切入全球市场，领先储备钠电

◆ 全年业绩高增长，储能放量助力四季度业绩加速

公司发布业绩预告，预计 2022 年归母净利 6.00~6.92 亿元、同比+228.9%~+279.3%，扣非归母净利 5.44~6.36 亿元、同比+297.8%~+365.0%；其中 22Q4 单季度归母净利 1.57~2.49 亿元、同比+751.2%~+1250.0%，扣非归母净利 1.13~2.04 亿元、同比+1398.7%~+2459.7%。业绩持续增长得益于全年储能需求逐季增长带动公司出货高增。

◆ 欧洲户储维持高景气，中美大储开启增量时代

受地缘政治因素影响，2022 年欧洲能源危机导致电价上涨，据 Solar Power Europe 数据，2022 年欧洲户储装机预计 5.2GWh、同比+126.1%，较 2021 年+115%加速上行。近期电价回调，但相比 2021 年整体仍处高位；同时上游碳酸锂与硅料价格下行，光储系统成本进一步下探。以价换量，提振 2023 年欧洲户储增量预期。

中国新能源强制配储和美国 IRA 法案独立储能 ITC 补贴政策分别推动了中美两国储能市场的发展，受相关储能设施并网要求的影响，两国储能增量主要来自于电站级别大功率储能。据 CNESA 预测，2022 年中国电化学储能新增装机约 5.90GW，同比增速超过 160%。据 EIA 预测，2022 年预计美国电化学储能新增装机约 6GW、同比+71.4%，我们预计部分滞后装机将在 IRA 落地后集中释放。在政策落地及盈利向好等利好加持下，2023 年中美两国电化学新增储能装机有望迎来翻倍空间。

◆ “含储量”快速增长，大储产能稳步释放，全球布局打开增长天花板

公司业务重心持续向储能倾斜。2022 前三季度户储出货排名 TOP2，储能业务由 2021 年出货约 2.6GWh，营收占比约 30%上升至 2022 年预计出货约 6GWh，营收占比接近 60%。随着储能相关产能投放，预计储能营收占比远期有望达到 80%。同时公司在与阳光电源、电工时代、天合光能、中国铁塔、德业股份和正浩科技等知名企业建立合作的同时，积极切入储能集成领域，2022 年相继中标中节能、南网深圳等储能系统业务。

公司调整定增项目，募集 34 亿规划衢州年产 10GWh 储能电池项目，一期 5GWh 建设周期约 1 年，产品以 280Ah 电芯为主。公司储能产能放量节奏加快，2022 年珠海、常州、柳州基地相继投产，预计 2022/23 年公司储能产能分别为 14/25GWh，其中 2023 年大储产能占比提升至近 5 成、成为核心成长动力。

公司加强海外布局，把握全球储能发展机遇。大储产品于 22Q3 在欧洲地区销售并在北美获得认证，未来有望贡献业绩。此外，公司控股上游盈达锂电，其规划磷酸铁 10 万吨产能为公司保供。

◆ 钠电全面布局打造增长第二极

公司领先布局钠电领域。2021 年 10 月公司参股硬碳钠电负极企业四川佰思格，2022 年 9 月成立河南鹏辉聚钠电正极材料，覆盖层状氧化物与聚阴离子路线，钠电相关产品有望于 2023 年量产。公司率先布局钠电，在储能与低端动力领域形成对锂电产品有力补充，形成第二增长极。

◆ 投资建议与盈利预测

全球新能源高速增长有利于维持储能高景气度。公司为全球储能龙头，扩大业务范围，积极开拓海外市场，大储产能投放稳健，有望持续扩大市占率。综上，我们认为公司具备强壁垒和高成长特点，首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 6.51、12.80 和 18.75 亿元，2023 年目标价 111.01 元，对应 PE 值分别为 78.7、40.0 和 27.3。

◆ 风险提示

主要经济体不景气，储能发展不及预期；储能政策改变；公司产能投放不及预期；原材料价格波动。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3642.23	5692.89	9937.42	17684.10	26249.89
增长率（%）	10.09	56.30	74.56	77.95	48.44
归母净利润（百万元）	53.20	182.43	650.75	1280.15	1875.25
增长率（%）	(68.38)	242.90	256.71	96.72	46.49
毛利率（%）	17.49	16.21	19.13	19.03	18.39
每股收益（元）	0.12	0.40	1.41	2.78	4.07
市盈率 PE	634.06	184.91	51.84	26.35	17.99
市净率 PB	14.36	12.53	10.09	7.30	5.19
净资产收益率 ROE（%）	2.17	6.60	19.07	27.28	28.55

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

首次评级

2023 年 01 月 20 日

收盘价(元): 73.13

目标价(元): 111.01

公司基本数据

总股本(百万股) 461.29

总市值(百万) 33,734.28

流通股本(百万股) 358.61

流通市值(百万) 26,225.48

12 月最高/最低价(元) 98.47/28.75

资产负债率(%) 60.46

每股净资产(元) 8.13

市盈率(TTM) 73.09

市净率(PB) 9.00

净资产收益率(%) 11.82

股价走势图



作者

曾帅

分析师

SAC 执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

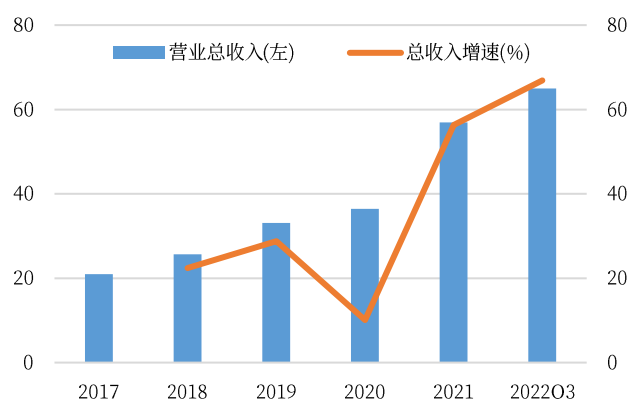
厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

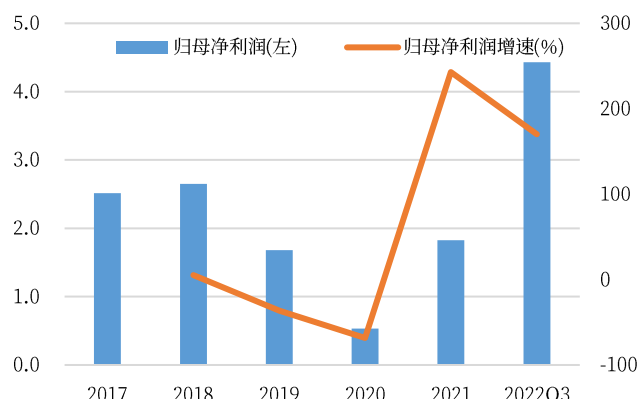
一、公司财务数据

图1 公司连续多年保持营收高增长（亿元）



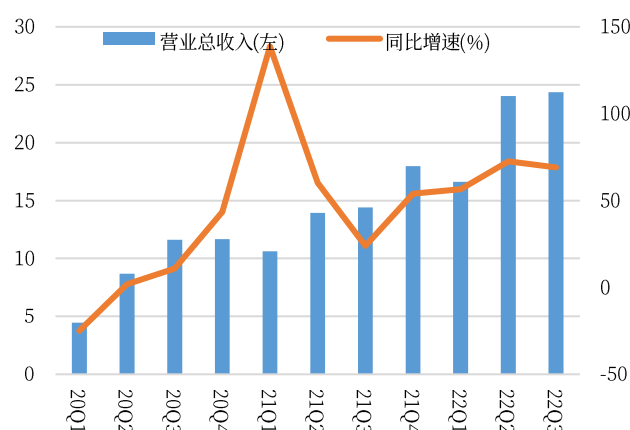
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图2 自2020年开始公司净利润触底反弹（亿元）



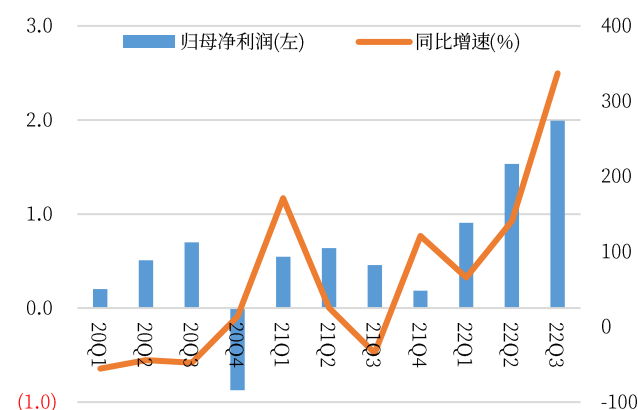
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图3 公司营收自2020年开始稳步增长（亿元）



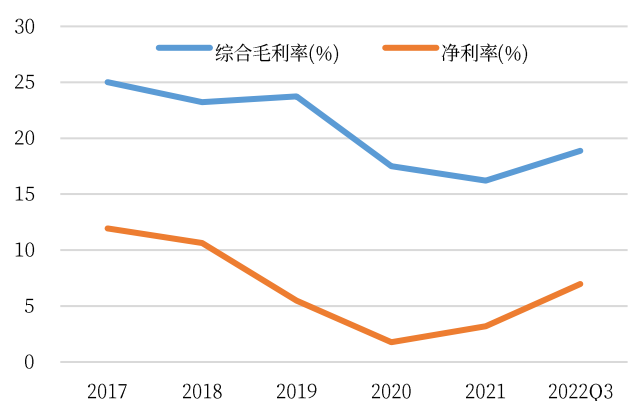
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图4 2021Q4开始净利润快速提升（亿元）



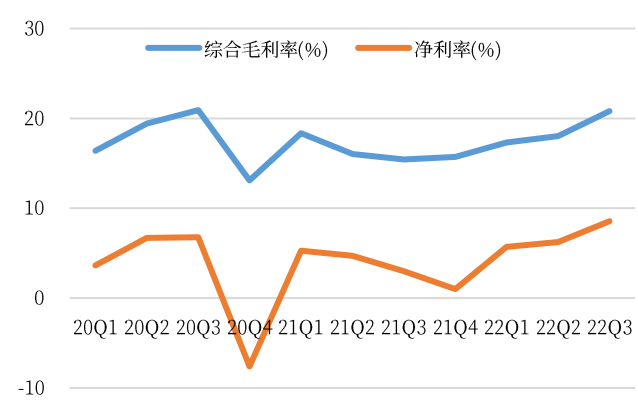
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图5 2021年以来公司盈利能力逐渐回升



资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

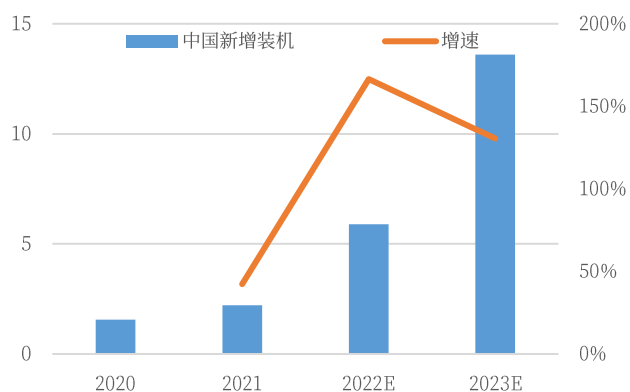
图6 2021Q4之后公司盈利能力逐季度提升



资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

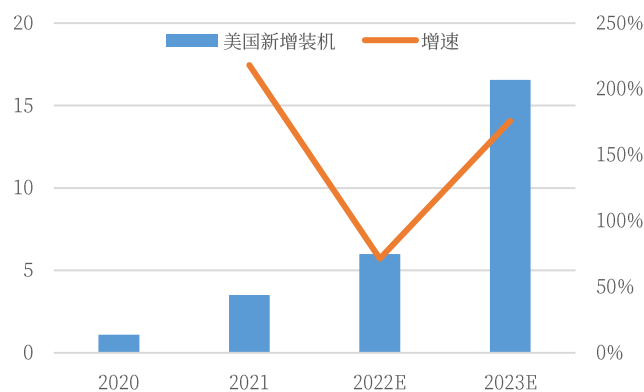
二、行业数据

图7 中国电化学储能装机维持高增（GW）



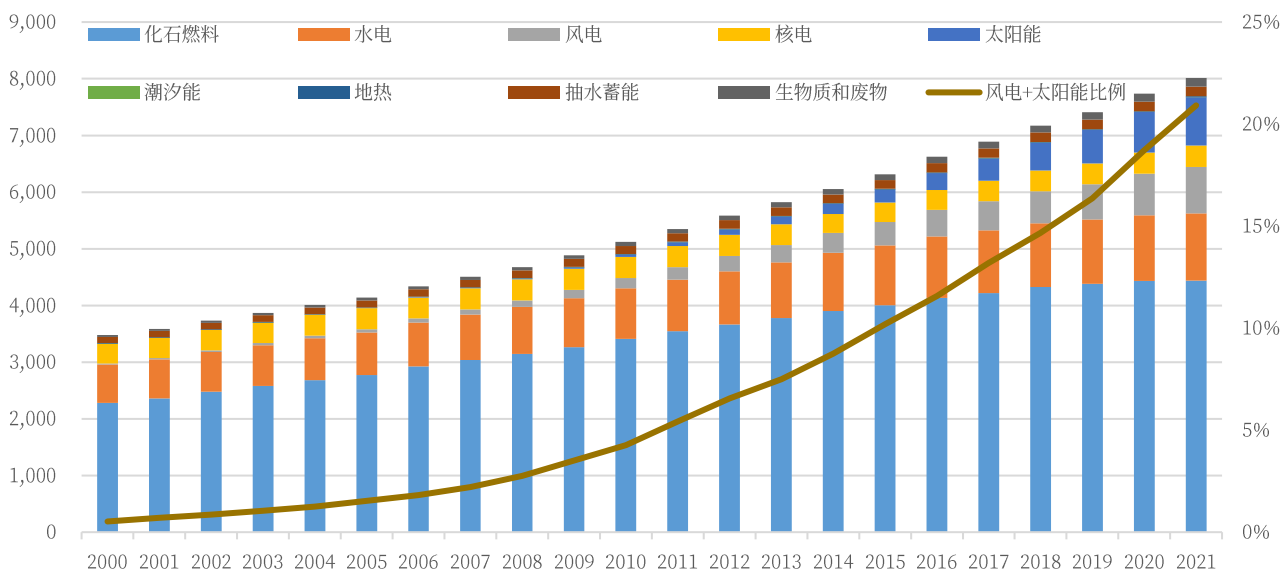
资料来源：CNESA，中航证券研究所

图8 IRA 法案提振美国 23 年电化学储能预期（GW）



资料来源：BNEF，EIA，中航证券研究所

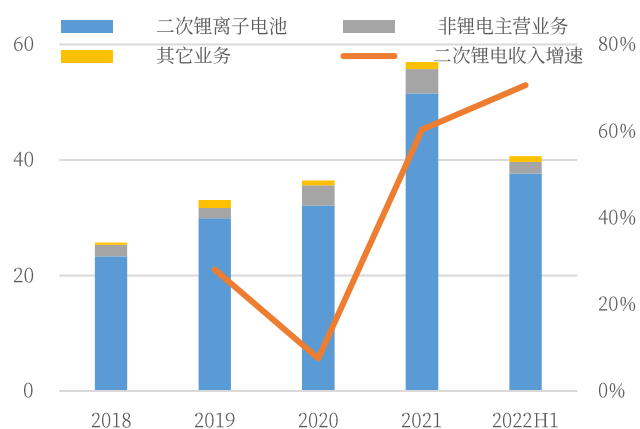
图9 新能源装机占比提升拉动储能需求（GW）



资料来源：EIA，中航证券研究所

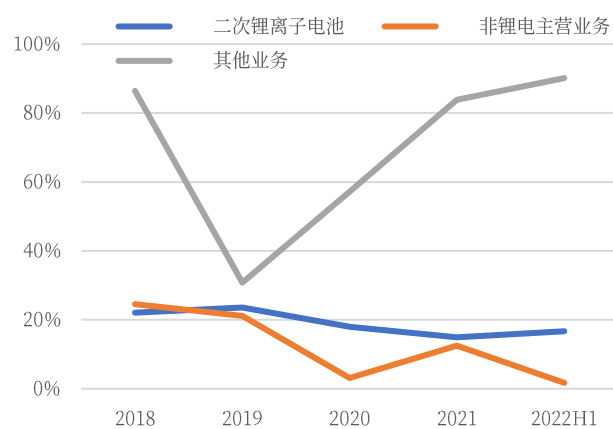
三、公司业务情况

图10 公司锂离子电池业务持续高增（亿元）



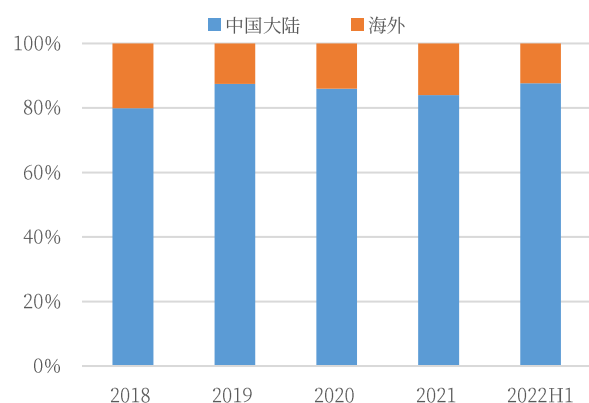
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图11 公司锂离子电池业务毛利触底回升



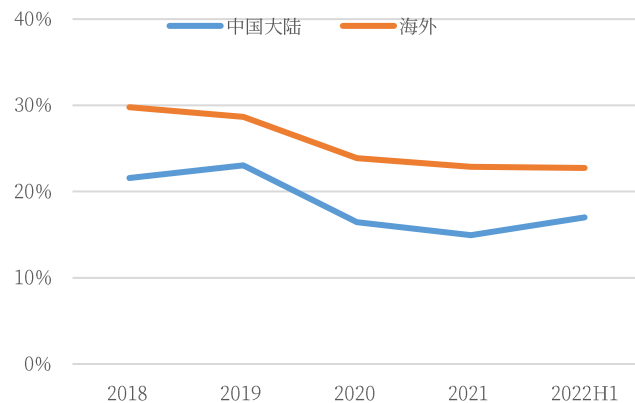
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图12 公司中国大陆营收占比稳定在 80%以上



资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图13 公司海外市场具备更高的毛利率



资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

表1 公司分业务拆分（亿元）

		2021	2022E	2023E	2024E
锂离子电池业务	收入	51.53	94.28	168.66	250.00
	yoy	60.3%	82.9%	78.9%	48.2%
	毛利率	14.9%	18.4%	18.0%	17.6%
	毛利润	7.69	17.34	30.43	43.90
非锂电主营业务	收入	4.18	3.21	4.43	7.50
	yoy	21.2%	-23.1%	37.9%	69.2%
	毛利率	12.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利润	0.52	0.16	0.22	0.37
其他业务	收入	1.22	1.89	3.75	5.00
	yoy	46.5%	55.2%	98.8%	33.4%
	毛利率	83.8%	80.0%	80.0%	80.0%
	毛利润	1.02	1.51	3.00	4.00
合计	收入	56.93	99.37	176.84	262.50
	yoy	56.3%	74.6%	78.0%	48.4%
	毛利率	16.2%	19.1%	19.0%	18.4%
	毛利润	9.23	19.01	33.65	48.27

资料来源：Wind，中航证券研究所

表2 可比公司估值

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
国轩高科	31.79	565.50	0.06	0.20	1.00	1.40	519.44	162.69	31.63	22.75
亿纬锂能	84.87	1732.84	1.53	1.68	3.28	4.78	55.45	50.43	25.90	17.75
比亚迪	270.07	7862.12	1.05	5.36	9.30	12.81	258.19	50.38	29.03	21.08
可比公司平均							277.69	87.83	28.85	20.53
鹏辉能源	73.13	337.34	0.42	1.45	2.65	3.82	173.79	50.35	27.56	19.12

资料来源：Wind，中航证券研究所

注：采用 1 月 20 日收盘价，可比公司预测来源为 Wind 一致预测

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表						
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
货币资金	1475	1221	994	1768	2625	营业收入	3642	5693	9937	17684	26250	
应收票据及账款	1822	1822	4350	7742	11492	营业成本	3005	4770	8036	14320	21423	
预付账款	20	239	203	361	536	税金及附加	20	25	44	79	117	
其他应收款	47	44	108	192	285	销售费用	102	159	268	451	643	
存货	877	1604	2636	4697	7026	管理费用	130	188	238	407	577	
其他流动资产	47	163	214	329	457	研发费用	130	246	437	760	1102	
流动资产总计	4287	5094	8505	15089	22421	财务费用	52	58	62	72	66	
长期股权投资	45	99	103	107	110	资产减值损失	-80	-68	-65	-71	-92	
固定资产	1756	2183	2167	2371	2743	信用减值损失	-113	-53	-70	-71	-79	
在建工程	253	436	990	1270	1218	其他经营损益	-0	0	0	0	0	
无形资产	266	306	262	216	169	投资收益	7	30	13	13	13	
长期待摊费用	10	15	8	0	0	公允价值变动损益	2	8	0	0	0	
其他非流动资产	342	374	366	357	348	资产处置收益	-2	-3	-2	-2	-2	
非流动资产合计	2672	3413	3894	4321	4588	其他收益	56	26	35	35	35	
资产总计	6959	8507	12399	19410	27009	营业利润	74	186	764	1501	2198	
短期借款	521	594	916	1323	1019	营业外收入	3	3	3	3	3	
应付票据及账款	2480	3316	6057	10792	16145	营业外支出	4	7	5	5	5	
其他流动负债	219	538	736	1311	1956	其他非经营损益	0	0	0	0	0	
流动负债合计	3219	4448	7709	13426	19120	利润总额	72	183	762	1499	2196	
长期借款	753	717	639	538	400	所得税	8	0	53	104	152	
其他非流动负债	345	388	388	388	388	净利润	64	183	709	1395	2044	
非流动负债合计	1098	1106	1028	926	788	少数股东损益	11	0	58	115	168	
负债合计	4317	5553	8736	14352	19908	归属母公司净利润	53	182	651	1280	1875	
股本	420	433	433	433	433	EBITDA	381	551	1287	2149	2998	
资本公积	897	1068	1068	1068	1068	NOPLAT	113	239	770	1466	2109	
留存收益	1138	1261	1912	3192	5067	EPS (元)	0	0	1	3	4	
归属母公司权益	2455	2762	3413	4693	6568	主要财务比率						
少数股东权益	187	191	250	364	533		会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	2642	2953	3663	5058	7101		成长能力					
负债和股东权益	6959	8507	12399	19410	27009		营收增长率	10.1%	56.3%	74.6%	78.0%	48.4%
							营业利润增长率	-63.5%	152.6%	309.7%	96.5%	46.4%
现金流量表						EBIT 增长率	-45.3%	95.2%	241.3%	90.7%	43.9%	
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBITDA 增长率	-7.7%	44.5%	133.6%	66.9%	39.5%	
税后经营利润	64	183	667	1353	2002	归母净利润增长率	-68.4%	242.9%	256.7%	96.7%	46.5%	
折旧与摊销	257	310	463	577	736	经营现金流增长率	128.4%	-53.1%	156.2%	192.7%	53.6%	
财务费用	52	58	62	72	66	盈利能力						
投资损失	-7	-30	-13	-13	-13	毛利率	17.5%	16.2%	19.1%	19.0%	18.4%	
营运资金变动	-105	-431	-700	-500	-477	净利率	1.8%	3.2%	7.1%	7.9%	7.8%	
其他经营现金流	176	115	46	47	47	营业利润率	2.0%	3.3%	7.7%	8.5%	8.4%	
经营性现金净流	437	205	525	1536	2360	ROE	2.2%	6.6%	19.1%	27.3%	28.5%	
资本支出	203	589	940	1000	1000	ROA	0.8%	2.1%	5.2%	6.6%	6.9%	
长期投资	39	-59	0	0	0	ROIC	3.9%	8.6%	21.8%	28.5%	30.8%	
其他投资现金流	-136	-35	5	5	5	估值倍数						
投资性现金净流	-300	-682	-935	-995	-995	P/E	634	185	52	26	18	
短期借款	-58	73	322	407	-305	P/S	9	6	3	2	1	
长期借款	733	-36	-78	-102	-138	P/B	14	13	10	7	5	
普通股增加	138	14	0	0	0	股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
资本公积增加	-175	171	0	0	0	EV/EBIT	92	88	43	23	16	
其他筹资现金流	81	-170	-62	-72	-66	EV/EBITDA	30	39	28	17	12	
筹资性现金净流	720	53	183	233	-509	EV/NOPLAT	100	89	46	24	17	
现金流量净额	851	-424	-228	775	857							

数据来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。